

## BAB I PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang Penelitian

Pergerakan sektor keuangan yang semakin dinamis menuntut perusahaan untuk mampu menjaga keseimbangan pertumbuhan perusahaannya, salah satu aspek penting yang perlu diperhatikan ialah mengenai ketersediaan sumber permodalan yang akan dipergunakan untuk mendanai kegiatan operasional perusahaan.

Pendanaan perusahaan pada dasarnya dapat dipenuhi melalui alternatif pendanaan internal maupun eksternal. Sumber pendanaan internal dapat berupa laba ditahan, sedangkan sumber pendanaan eksternal yang biasa dimanfaatkan oleh perusahaan dapat berupa pinjaman dari perbankan maupun penyertaan modal dari investor yang diperoleh dengan cara diterbitkannya berbagai instrument pasar modal oleh perusahaan, seperti saham, obligasi, ataupun produk-produk derivatif lainnya.

Untuk memperoleh pendanaan dalam jumlah besar, pasar modal dinilai efektif karena mampu mengintermediasi keperluan perusahaan dan investor dalam memenuhi permintaan dan penawaran modal, karena pada praktiknya pasar modal menjadi tempat investasi yang diminati berbagai kalangan, terutama kalangan menengah keatas. Berbagai perusahaan mempertimbangkan pasar modal sebagai media untuk menyerap investasi sekaligus memperkuat posisi keuangannya, dalam konteks makro pasar modal memiliki peran sentral bagi perekonomian karena pasar modal menjalankan dua fungsi secara simultan, yaitu fungsi ekonomi yang mempertemukan investor dan *issuer*, serta fungsi keuangan yang memungkinkan terjadinya perputaran dana yang aktif dan berpeluang memberikan keuntungan bagi pengelola dana maupun imbalan (*return*) bagi pemilik dana. Secara struktur, berbagai lembaga dan profesi penunjang seperti KSEI (Kustodian Sentral Efek Indonesia), KPEI (Kliring Penjaminan Efek Indonesia), bank kustodian, wali amanat, hingga pemeringkat efek turut meningkatkan efisiensi sistem transaksi, menjamin keteraturan, ketertiban, dan perlindungan hukum yang memadai bagi para pelaku pasar modal.

Melalui peran pasar modal inilah perusahaan dapat mengurangi ketergantungan terhadap pinjaman dari perbankan yang umumnya memiliki karakteristik diantaranya prosedur pinjaman yang cukup rumit dan pembayaran bunga pinjaman yang relatif besar, sedangkan kapasitas pinjaman utang relatif kecil dibandingkan dengan dana yang diperoleh dari pasar modal.

Secara umum, aspek legal pasar modal diatur dalam Undang-Undang Republik Indonesia No. 8 tahun 1995. Pergerakan investasi di pasar modal yang semakin aktif pada akhirnya memunculkan praktik pasar baru, yaitu pasar modal syariah yang diakomodir dengan Fatwa Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) Nomor 40/DSN-MUI/X/2003 tentang pasar modal dan pedoman umum penerapan prinsip syariah di bidang pasar modal. Landasan ini diperkuat dengan diterbitkannya Peraturan Bapepam-LK Nomor IX.A.13 dan IX.A.14 Tahun 2006 serta Peraturan Bapepam-LK Nomor II. K.1 Tahun 2007. Hal ini yang kemudian membuat pasar modal Indonesia terbagi kedalam dua sistem yang berbeda sehingga dikenal dengan pasar modal konvensional dan syariah.

Catatan historis pasar modal syariah di Indonesia dimulai sejak tahun 1997, yaitu pada saat PT. Danareksa Investment Management secara resmi menerbitkan reksadana syariah untuk pertama kalinya, dilanjutkan pada tahun 2000 JII (*Jakarta Islamic Index*) diresmikan sebagai indeks saham syariah pertama di Indonesia yang terdiri dari 30 emiten paling likuid dan sesuai dengan ketentuan syariah. Dua tahun sesudahnya, tepatnya tahun 2002 diterbitkan *sukuk mudharabah* pertama oleh PT. Indosat Tbk,. Selanjutnya pada 12 Mei 2011, sebuah indeks baru yaitu ISSI (Indeks Saham Syariah Indonesia) diresmikan sebagai indeks syariah kedua yang ada di Indonesia, indeks ini mencerminkan keseluruhan saham syariah yang tercatat di Bursa Efek Indonesia dan terdaftar dalam Daftar Efek Syariah (DES). Hingga tahun 2015, jumlah perusahaan yang terdaftar pada indeks ini mencapai 317 perusahaan.

Karakteristik umum yang membedakan pasar modal syariah dengan pasar modal konvensional sebagaimana dijelaskan dalam Peraturan Bapepam-LK yaitu terletak pada jenis akad yang digunakan dalam penerbitan efek, selain itu kumpulan efek yang diterbitkan tidak boleh bertentangan dengan prinsip syariah,

sehingga jenis efek yang memenuhi kriteria tersebut tidak sebanyak jenis efek di pasar modal konvensional. Efek yang diperbolehkan untuk ditransaksikan diantaranya ialah surat berharga syariah, obligasi syariah atau *sukuk*, saham syariah, reksadana syariah, HMETD, dan efek beragun *asset* syariah.

Diantara sekian banyak produk di pasar modal, obligasi merupakan salah satu instrumen yang diperhitungkan oleh perusahaan. Dalam pasar modal syariah, obligasi seringkali dikenal dengan *sukuk*, menurut DSN-MUI, *sukuk* merupakan suatu surat berharga jangka panjang berprinsip syariah yang dikeluarkan emiten dan memunculkan kewajiban pembayaran pendapatan berupa bagi hasil/ *margin* / *fee*, serta kewajiban untuk membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo. Seperti halnya obligasi, berdasarkan penerbitnya, *sukuk* terbagi dua yaitu *sukuk* negara dan *sukuk* korporasi. Umam (2013, hlm. 186) menjelaskan bahwa penerbitan *sukuk* oleh negara biasanya ditujukan untuk keperluan *general funding* atau pembiayaan proyek tertentu seperti pembangunan bendungan, unit pembangkit listrik, pelabuhan, bandar udara, rumah sakit, dan jalan tol. Sedangkan *sukuk* korporasi biasanya dialokasikan untuk membiayai proyek tertentu di perusahaan seperti membangun cabang baru atau investasi pada aset produktif.

Karakteristik lain dari *sukuk* ialah adanya *underlying asset* yang berupa sejumlah aset atau proyek tertentu yang dijadikan dasar penerbitan *sukuk*, hal ini penting untuk membedakan antara *sukuk* dengan obligasi. *Sukuk* merupakan bukti kepemilikan atas aset *tangible*, manfaat dari aset atau bahkan suatu proyek, sedangkan obligasi merupakan bukti atau surat pernyataan hutang perusahaan kepada investor. Penerbitan *sukuk* murni merupakan bentuk investasi berbasis syariah yang dapat dilakukan melalui metode bagi hasil (*mudharabah* dan *musyarakah*), sewa (*ijarah*) atau akad lain, berbeda dengan penerbitan obligasi yang merupakan praktik utang piutang berbasis ribawi.

*Sukuk* dapat menimbulkan perubahan pada struktur modal sebagai implikasi penambahan hutang jangka panjang, walaupun demikian, *sukuk* dinilai investasi yang relatif memiliki resiko lebih kecil dibandingkan dengan instrument lainnya, hal ini dikarenakan investor umumnya membeli *sukuk* untuk ditahan, bukan untuk diperdagangkan seperti halnya saham yang pergerakannya begitu cepat, terutama

ketika terjadi krisis, maka tidak mengherankan jika perkembangan penerbitan *sukuk* di Indonesia terus menunjukkan *trend* positif setiap tahunnya. (diakses melalui [www.republika.co.id](http://www.republika.co.id) [6 Oktober 2015]).

Muhammad (2014, hlm. 595) menjelaskan bahwa instrumen keuangan termasuk *sukuk* saat ini sudah memperoleh pengesahan dari *IOC Academy*, dengan demikian investor yang ingin berinvestasi pada instrumen keuangan tersebut tidak perlu khawatir, sebab sudah memperoleh label halal secara internasional. Transaksi jual beli *sukuk* mempertimbangkan aspek keilmuan dan fiqh yang artinya memberikan hasil *win-win solution* baik bagi investor maupun penerbit *sukuk* atau obligor. Selain dikelola oleh wali amanat, transaksi *sukuk* pada pasar modal syariah juga dikelola berdasarkan batasan-batasan fatwa dari DSN MUI yang diambil dari Al-quran dan hadist sehingga kemungkinan terjadi pola investasi yang merugikan kedua belah pihak kecil.

Berbagai aspek legal dilengkapi secara bertahap sejak diterbitkannya ketentuan Bapapem-LK dan DSN-MUI, namun hal ini tidak menjadi penghambat bagi perusahaan untuk menerbitkan *sukuk*. PT. Indosat Tbk selaku pelopor penerbit *sukuk* di Indonesia yang pada awalnya hanya memposisikan *sukuk*-nya untuk diserap oleh pasar lokal, ternyata mampu menarik minat pasar internasional. Umam (2013, hlm. 184) menjelaskan bahkan sebelum dikeluarkannya UU tentang *sukuk*, beberapa lembaga keuangan Internasional telah menyarankan pemerintah Indonesia untuk meningkatkan kuantitas penerbitan *sukuk* yang tujuan pasarnya yaitu investor internasional, khususnya di Timur Tengah, peluang ini kemudian ditanggapi oleh perusahaan PT. Matahari yang menerbitkan *sukuk ijarah* senilai Rp 100 miliar dan diminati investor internasional.

Hasil penelitian Thomson Reuters dalam *roundmap* pasar modal syariah 2015-2019 yang diterbitkan di *website* Otoritas Jasa Keuangan menunjukkan bahwa Indonesia merupakan salah satu *issuer* terbesar *sukuk*. Lima negara penerbit *sukuk* terbesar adalah Malaysia, Uni Emirat Arab, Saudi Arabia, Qatar dan Indonesia, pada triwulan ketiga di tahun 2014, *sukuk* yang diterbitkan oleh negara-negara tersebut sebanyak 739 *sukuk* dengan total nilai \$99,26 milyar. Sedangkan di dalam negeri, hingga akhir tahun 2014 total nilai emisi yang berhasil tercatat di pasar *sukuk* Indonesia mencapai 12.917,4 miliar rupiah dengan

total penerbitan *sukuk* sebanyak 71. Hal ini menunjukkan peningkatan yang positif walaupun jika dibandingkan dengan total emisi obligasi konvensional jumlah ini masih terlampau jauh. Hingga akhir November 2015, peningkatan positif *sukuk* yang diukur berdasarkan perkembangan jumlah penerbitan dan total nilai emisi tersebut terus terjadi sebagaimana yang ditunjukkan pada tabel berikut:

**Tabel 1.1**  
**Jumlah Total Nilai Dan Jumlah Emisi *Sukuk* dan *Sukuk Outstanding***

Tahun	<i>Sukuk Keseluruhan</i>		<i>Sukuk Outstanding</i>	
	Total Nilai (dalam miliar rupiah)	Jumlah penerbitan	Total Nilai (dalam miliar rupiah)	Jumlah penerbitan
2002	175.0	1	175.0	1
2003	740	6	740	6
2004	1.424,00	13	1.394,00	13
2005	2.009,00	16	1.979,40	16
2006	2.282,00	17	2.179,40	17
2007	3.174,00	21	3.029,40	20
2008	5.498,00	29	4.958,40	24
2009	7.015,00	43	5.621,40	30
2010	7.815,00	47	6.121,00	32
2011	7.915,40	48	5.876,00	31
2012	9.790,40	54	6.883,00	32
2013	11.994,40	64	7.553,00	36
2014	12.917,40	71	7.105,00	35
2015 Jan	12.956,40	71	7.105,00	34
Feb	12.956,40	71	7.078,00	34
Mar	12.956,40	71	7.078,00	34
Apr	13.517,40	72	7.678,00	35
Mei	13.579,40	73	7.748,40	36
Jun	14.483,40	80	8.444,00	42
Jul	14.483,40	80	8.284,00	41
Agu	14.483,40	80	8.284,00	41
Sep	14.483,40	80	8.284,00	41

Okt	14.483,40	80	8.284,00	41
Nov	15.983,40	84	9.696,00	44

Sumber: [www.ojk.go.id](http://www.ojk.go.id)

Tabel tersebut menunjukkan bahwa jumlah *sukuk* yang diterbitkan secara keseluruhan terus mengalami kenaikan sejak penerbitan *sukuk* pertama kali pada tahun 2002. Setiap tahunnya, rata-rata terjadi sebanyak 6 kali penerbitan *sukuk* baru, dengan pertambahan terbesar yang terjadi tahun 2009 yaitu pada saat jumlah penerbitan bertambah 15 kali menjadi 43 penerbitan dari jumlah sebelumnya yang hanya 29 penerbitan *sukuk* saja. Kapitalisasi total nilai emisi pun terus meningkat, pada tahun pertama, emisi yang tercatat hanya Rp. 175 miliar, sedangkan pada akhir November 2015, total emisi yang tercatat mencapai Rp 15,98 triliun. Saat ini jumlah *sukuk outstanding* atau *sukuk* yang masih beredar sebanyak 44 dengan total emisi Rp. 9,70 triliun atau dapat dikatakan setengah dari jumlah penerbitan dan total emisi *sukuk* secara keseluruhan.

Perusahaan yang memutuskan untuk menerbitkan *sukuk* sebagai instrument sumber permodalannya harus memepertimbangkan kemungkinan timbulnya *cost of fund* atau biaya modal dalam proses penerbitan *sukuk* tersebut, walaupun di sisi lain perusahaan sebenarnya terbebas dari beban pembayaran bunga tinggi atas *coupon*, karena dalam *sukuk* yang diperhitungkan ialah nisbah bagi hasil dengan proporsi persentase nisbah yang dapat ditentukan sesuai dengan kebijakan perusahaan yang bersangkutan.

Dengan pengelolaan dan perhitungan yang baik dalam mengoptimalkan modal yang diperoleh dari *sukuk* untuk kegiatan investasi atau proyek perusahaan, maka implikasinya akan terlihat pada pergerakan aktivitas investasi perusahaan yang lebih agresif, sehingga dalam jangka panjang keuntungan yang diperoleh perusahaan pun diperkirakan akan semakin meningkat disertai dengan kemampuan menangani hutang yang juga baik. Brigham dan Houston (2013, hlm. 300-301) menyatakan bahwa suatu obligasi (atau yang dalam hal ini dapat dipersamakan dengan *sukuk*) yang baik atau layak investasi dipengaruhi oleh faktor kuantitatif berupa rasio-rasio keuangan terutama yang terkait dengan hutang dan kemampuan perusahaan dalam mengkapitalisasi penjualan atau pendapatan.

Penjelasan tersebut mengartikan bahwa tingkat likuiditas dan profitabilitas dapat dijadikan sebagai salah satu tolak ukur dalam menilai kinerja *sukuk* yang diterbitkan oleh perusahaan.

Penelitian yang mengangkat variabel hutang jangka panjang seperti saham dan obligasi baik di dalam negeri maupun internasional memang sudah banyak dilakukan, namun sejauh pengamatan penyusun, penelitian yang menguji pengaruh atau hubungan antara *sukuk* secara spesifik terhadap kinerja perusahaan, terutama perusahaan non perbankan yang terdaftar pada indeks saham syariah masih terbatas.

Penelitian Ahmad Fauzie Nur (2004) yang melakukan penelitian menggunakan sumber data langsung yaitu menggunakan metode wawancara pada pihak terkait di PT. Indosat Tbk mengenai pengaruh penerbitan obligasi syariah pada struktur modal PT. Indosat Tbk menghasilkan kesimpulan bahwa praktik *islamic finance* dalam obligasi *mudharabah* yang diterbitkan PT. Indosat Tbk dapat memberikan perbedaan profitabilitas yang relatif lebih menguntungkan dibandingkan dengan keuntungan yang dihasilkan oleh obligasi biasa.

Begitupun dengan Novietha Indra Sallama (2005) yang membandingkan kinerja keuangan dan pembiayaan terhadap pihak ketiga sebelum dan sesudah penerbitan obligasi subordinasi pada PT. Bank Muamalat Indonesia menemukan hubungan positif pada peningkatan pembiayaan dan tingkat kecukupan modal (*solvabilitas*) dan profitabilitas setelah emisi obligasi, tetapi tidak pada kinerja rentabilitas dan likuiditas akibat tingginya tingkat bagi hasil yang ditetapkan bank.

Hasil positif juga ditunjukkan dari *proceeding* Ana Nurjanah dan Leo Herlambang (2015) yang meneliti sejumlah emiten di BEI untuk melihat pengaruh *Sukuk to Total Liability Ratio* (SL) dan *Sukuk to Total Equity Ratio* (SER) terhadap tingkat profitabilitas yang dalam hal ini dihitung dengan ROA, hasil penelitian menyimpulkan bahwa terdapat hubungan positif signifikan diantara variabel yang diteliti terhadap ROA.

Berbeda dengan hasil tersebut, penelitian yang dilakukan oleh Ali Said mengenai dampak penerbitan *sukuk* terhadap kinerja perbankan syariah di seluruh dunia yang menerbitkan *sukuk* pada periode 2007-2009, menunjukkan bahwa penerbitan *sukuk* tidak memberikan perbedaan berarti dan dampak kuat kepada

kinerja perbankan syariah yang dalam hal ini diukur melalui *equity/asset ratio*, *liquidity ratio*, *deployment ration*, *profitability ratio* dan *cost/income ratio*.

Begitupun dengan penelitian yang dilakukan oleh Devi Prasetya (2008) melakukan penelitian tentang Perbedaan Kinerja perusahaan yang terdaftar di BEI sebelum dan setelah penerbitan obligasi syariah *ijarah* di Indonesia untuk Periode 2003-2007. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada *Current ratio*, *Return on Asset*, *Debt to Total Asset Ratio*. Sedangkan pada Rasio *Total Asset Turnover* terdapat perbedaan kinerja yang signifikan antara sebelum dan sesudah penerbitan obligasi syariah *ijarah*.

Muhammad Handriyo Akbrullah (2010) yang meneliti dampak penerbitan *sukuk* pada kinerja keuangan Bank Syariah Mandiri menunjukkan hasil bahwa ROA menunjukkan kecenderungan sama sebelum dan sesudah penerbitan, namun terjadi peningkatan likuiditas, pendapatan *margin* dan bagi hasil, serta peningkatan aktivitas pembiayaan. Di sisi lain justru terjadi penurunan pada rasio kecukupan modal akan tetapi penurunan tersebut dalam taraf yang aman.

Evant Andi Aenurohman (2015) dalam penelitiannya yang menguji perbandingan profitabilitas sejumlah emiten penerbit *sukuk* di JII dengan alat ukur *net profit* juga menyimpulkan bahwa tidak terjadi perbedaan *net profit* yang signifikan sebelum dan sesudah dilakukannya penerbitan *sukuk*, sedangkan ukuran rata-rata *net profit* yang diperoleh perusahaan sesudah dilakukannya penerbitan menunjukkan kenaikan dibandingkan *net profit* sebelumnya ketika *sukuk* belum menjadi salah satu sumber permodalan perusahaan yang diteliti.

Berdasarkan pada permasalahan yang telah diuraikan diatas serta hasil penelitian yang berbeda antara satu dengan lainnya, maka peneliti tertarik untuk melakukan penelitian mengenai *sukuk* ini dengan menetapkan variabel profitabilitas dan likuiditas perusahaan sebagai pembanding atas penerbitan *sukuk* korporasi yang dilakukan oleh emiten yang terdaftar pada JII (*Jakarta Islamic Index*) pada tahun 2007-2009.

Dikarenakan karakteristik *sukuk* korporasi yang diterbitkan di Indonesia memiliki masa jatuh tempo rata-rata antara 3-5 tahun, maka rentang penelitian pun akan membandingkan kinerja keuangan yaitu profitabilitas yang diukur dengan ROA, serta likuiditas yang diukur dengan CR selama 5 tahun sebelum dan



5 tahun sesudah dilakukannya penerbitan *sukuk*. Artinya, penelitian akan menggunakan ikhtisar laporan keuangan perusahaan yang berisi rasio-rasio keuangan tersebut dari tahun 2002 hingga tahun 2014.

Dengan memperhatikan pemaparan latar belakang di atas, maka judul yang diangkat dalam penelitian ini yaitu **“Analisis Perbandingan Tingkat Profitabilitas Dan Likuiditas Perusahaan Sebelum Dan Sesudah Penerbitan *Sukuk* Korporasi” (Studi Pada Emiten Yang Terdaftar Dalam *Jakarta Islamic Index* Periode 2007-2009).**

## 1.2 Identifikasi dan Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah disampaikan, maka perumusan masalah yang dapat diidentifikasi adalah sebagai berikut :

1. Bagaimana gambaran mengenai tingkat profitabilitas yang dihasilkan perusahaan penerbit *sukuk* yang terdaftar di JII (*Jakarta Islamic Index*) tahun 2007-2009?
2. Bagaimana gambaran mengenai tingkat likuiditas yang dihasilkan perusahaan penerbit *sukuk* yang terdaftar di JII (*Jakarta Islamic Index*) tahun 2007-2009?
3. Apakah terdapat perbedaan tingkat profitabilitas sebelum dan sesudah penerbitan *sukuk* korporasi pada perusahaan yang melakukan penerbitan periode tahun 2007-2009 dan tercatat di JII (*Jakarta Islamic Index*)?
4. Apakah terdapat perbedaan tingkat likuiditas sebelum dan sesudah penerbitan *sukuk* korporasi pada perusahaan yang melakukan penerbitan periode tahun 2007-2009 dan tercatat di JII (*Jakarta Islamic Index*)?

## 1.3 Tujuan Penelitian

Penulis menetapkan tujuan yang ingin dicapai dari penelitian ini, antara lain :

1. Untuk menganalisa tingkat profitabilitas yang dihasilkan perusahaan penerbit *sukuk* yang terdaftar di JII (*Jakarta Islamic Index*) tahun 2007-2009
2. Untuk menganalisa tingkat likuiditas yang dihasilkan perusahaan penerbit *sukuk* yang terdaftar di JII (*Jakarta Islamic Index*) tahun 2007-2009
3. Untuk mengetahui analisis perbedaan tingkat profitabilitas sebelum dan sesudah penerbitan *sukuk* korporasi pada perusahaan yang melakukan

penerbitan periode tahun 2007-2009 dan tercatat di JII (*Jakarta Islamic Index*)

4. Untuk mengetahui analisis perbedaan tingkat likuiditas sebelum dan sesudah penerbitan *sukuk* korporasi pada perusahaan yang melakukan penerbitan periode tahun 2007-2009 dan tercatat di JII (*Jakarta Islamic Index*)

#### 1.4 Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi pihak-pihak yang berkepentingan yaitu :

1. Bagi civitas akademik

Memberikan manfaat secara teoritis dan aplikatif terhadap pengembangan ilmu manajemen keuangan khususnya di bidang investasi syariah.

2. Bagi Emiten

Penelitian ini diharapkan dapat menjadi salah satu acuan dalam menetapkan keputusan pendanaan perusahaan yang efektif dan efisien sesuai dengan karakteristik dan kemampuan perusahaan.

3. Bagi Investor

Penelitian ini dapat memberikan gambaran mengenai alternatif investasi syariah yang memiliki resiko dan prospek terbaik sehingga dapat dijadikan bahan perbandingan ketika akan melakukan investasi di pasar modal.

4. Bagi penelitian selanjutnya

Dapat digunakan sebagai bahan referensi untuk melakukan penelitian berikutnya yang lebih mendalam dan sebagai bahan dalam mengkaji mengenai persoalan kontemporer lainnya yang berkaitan dengan industri keuangan syariah.